



Mc
Graw
Hill
Education



CFA Institute

CFA协会
金融前沿
译丛

债券投资策略

(原书第2版)

THE STRATEGIC BOND INVESTOR

STRATEGIES AND TOOLS TO
UNLOCK THE POWER OF
THE BOND MARKET, 2nd Edition

[美] 安东尼·克里森兹 著 林东译
(Anthony Crescenzi)



机械工业出版社
China Machine Press



CFA Institute

CFA协会
金融前沿
译丛

债券投资策略

(原书第2版)

THE STRATEGIC BOND INVESTOR

STRATEGIES AND TOOLS TO
UNLOCK THE POWER OF
THE BOND MARKET, 2nd Edition

[美] 安东尼·克里森兹 著 林东译
(Anthony Crescenzi)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

债券投资策略 (原书第2版) / (美) 克里森兹 (Crescenzi, A.) 著 ; 林东译 . — 北京 : 机械工业出版社 , 2016.1

(CFA协会金融前沿译丛)

书名原文 : The Strategic Bond Investor: Strategies and Tools to Unlock the Power of the Bond Market

ISBN 978-7-111-52443-4

I. 债… II. ①克… ②林… III. 债券投资 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第295721号

本书版权登记号 : 图字 : 01-2013-6477

Anthony Crescenzi . The Strategic Bond Investor: Strategies and Tools to Unlock the Power of the Bond Market, 2nd Edition.

ISBN: 0-07-166731-8

Copyright © 2010 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2016 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 销售。

版权 © 2016 由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

债券投资策略 (原书第2版)

出版发行 : 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 : 100037)

责任编辑 : 黄姗姗

责任校对 : 殷 虹

印 刷 : 北京诚信伟业印刷有限公司

版 次 : 2016年1月第1版第1次印刷

开 本 : 170mm × 242mm 1/16

印 张 : 24.5

书 号 : ISBN 978-7-111-52443-4

定 价 : 69.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线 : (010) 68995261 88361066

投稿热线 : (010) 88379007

购书热线 : (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱 : hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 : 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

编 委 会

主任/总编：谢大为 CFA 林 东 CFA

编 委：Paul Smith CFA (CFA 协会全球总裁兼首席执行官)

专家顾问：Paul Smith CFA (英国) Aaron Low CFA (新加坡)

于 华 CFA

张 磊 CFA

任建畅 CFA

李诗林 CFA

团队成员：谢大为 CFA 林 东 CFA 黄海东 CFA 罗 宁

李 骞 CFA 赵 明 CFA 刘潇然 CFA 郑 鹏 CFA

李 娜 CFA 田思雨 张 翹 刘冠吾

王煜杰 杨蕊菁 杨 萍 谭 璐

胡 超 苗陆洋

外籍顾问：Ekaterina Terskin Peter M Klapkowski (刘欧亚) Stephane Jeegers

联系邮箱：newfinancier_china@163.com

协会微博：weibo.com/cfabj

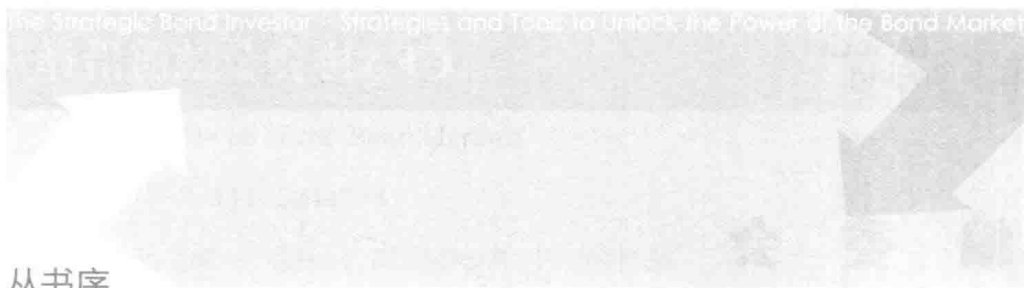
协会微信：cfabeijing (北京金融分析师协会)



微博二维码



微信二维码



丛书序

作为全球金融与投资行业的教育领袖和卓越专业典范，CFA 协会及其成员一向倡导追求精益求精的专业知识与技能。当今金融投资领域瞬息万变，充满前所未有的挑战。我们自觉有责任向客户提供不断更新的最佳解决方案，更好地服务于他们的利益。

能够获益于持续教育的远不止个人从业者。对于企业而言，在员工中推行持续教育可以更好地促进全面风险管理。一般来说，如果员工能够广泛理解行业中的最新动态和这些进展对其职能的影响，他们对风险的认识也会相应提高。而公司层面风险管理的提高，则有助于建立更加稳定的金融体系。

正因如此，当“北京 CFA 协会”（我们的成员协会之一）与“机械工业出版社华章公司”携手合作，翻译、出版一系列金融投资领域的外文专业书籍时，我们真诚恳切地表示支持。自 2013 年成立以来，“北京 CFA 协会”始终如一地向北京会员乃至广大金融界提供高水准的持续教育机会。然而，中国各地对金融投资知识的需求之多，仅凭“北京 CFA 协会”一己之力实难满足。我们希望通过本系列丛书，惠及越来越多的全国各地专业人士。秉持助力中国金融业发展的理念，本系列丛书的编辑精心策划书籍内容，务求贴合中国从业

人员的实践需要。对于各位国内金融和投资人员的“工具箱”，本系列丛书无疑能够锦上添花。

对于“北京 CFA 协会”为中国金融领域知识发展做出的有益贡献，我谨代表 CFA 协会在此表示祝贺及感谢，特别要感谢那些为本系列丛书的成功出版奉献出宝贵时间和精力的志愿者。

Paul Smith (施博文), CFA
CFA 协会全球总裁兼首席执行官



丛书序 (英文版)

As a leader in education and professional excellence in the global finance and investment industry, CFA Institute and its members champion the pursuit of knowledge and skills required for competent professional practice. In our fastchanging and ever more challenging industry, we owe it our clients to keep up to date on best practices in our industry and apply those to serve their interest.

The benefits of continuing education extend beyond individual professionals. For firms, continuing education among staff promotes better overall risk management. In general, employees' appreciation of risk improves if they have a broad understanding of what is happening in the industry and how it relates to their roles. Stronger firm-level risk management, in turn, helps build a more stable financial system.

That's why we earnestly supported our member society, CFA Society Beijing, with a Growth Funding award to pursue the translation and publication of a series of financial and investment books in Chinese, in partnership with the local publisher China Machine Press Hua Zhang. Since its formation in 2013, CFA Society Beijing has been consistently delivering highquality continuing education opportunities to our members

in Beijing and to the wider financial community. However, the demand from across China is vast and yet to be fulfilled. Through this book series, we hope to reach many more professionals throughout the country. With an eye to support the development of China's financial industry, the editors of this series have carefully curated the content most relevant to Chinese practitioners. Every finance and investment professional in China will find this series a vital addition to their toolkit.

On behalf of CFA Institute, I would like to express my congratulations and gratitude to CFA Society Beijing for undertaking this valuable contribution toward growing the financial body of knowledge in China. Most especially, thank you to the volunteers who contributed precious time and effort to the successful launch of this series.

Paul Smith, CFA
President and CEO
CFA Institute



丛书介绍

金融街遇上华尔街

——北京CFA协会推出“CFA协会金融前沿译丛”系列书籍

为丰富目前国内金融类图书典藏资源，使广大读者了解和学习更多的西方前沿金融理论，促进东西方金融市场的碰撞、交流和融合，加速国内金融行业的完善和发展，同时也为广大CFA会员提供更多更好的继续教育素材，推动会员学术水平的提高，北京CFA协会于2014年起致力于华尔街优秀图书的甄选和翻译编撰工作，拟与机械工业出版社合作，按季度连续推出“CFA协会金融前沿译丛”系列书籍。北京金融街乃至国内金融界将接受一场华尔街经典的洗礼。

机械工业出版社实力雄厚，2012年和2013年的图书销量位居全国各大出版商之首。机械工业出版社与CFA中国有着密切的合作，自2012年开始，陆续出版了CFA系列课程的中文译著，包括“CFA协会投资系列”“CFA协会机构投资系列”共13本。

同时，机械工业出版社已推出多本销量卓著的金融类经典译著，如2005年推出的《巴菲特致股东的信》(沃伦·巴菲特)和《战胜华尔街》(彼得·林奇)，销量分别达13.3万册和50万册；2008年推出的《漫步华尔街》(伯顿·马尔基尔)，销量达7万册。

另外，机械工业出版社具有广泛的销售渠道(包括书店、线上电商等)和多样的营销手段(包括客户关系维护、媒体宣传、组织各类读书会等)。

我们相信，只要本着专注和服务的心态，用心做好书籍的编译和出版工作，“CFA 协会金融前沿译丛”系列译著一定不会辜负各位读者的期望。这些译著将成为各位提升专业知识、了解金融前沿领域的最佳素材，请广大会员、考生及社会各界人士给予关注和支持！让这场华尔街经典与金融街的碰撞来得更猛烈些吧！



《CFA协会金融前沿译丛》简介

	书 名	书 籍 亮 点
	投资组合绩效 测评实用方法 (原书第 2 版)	作者：卡尔·培根 译者：黄海东 本书作为投资组合风险管理和归因分析的专业书籍，注重实践和应用，帮助读者了解在目前的金融环境下计算和评价投资组合收益的方法，以便于后续调整投资策略和改进投资收益。此领域的专业书籍在国内鲜有所见。本书将填补国内相关领域专业书籍的空缺，是基金经理等投资人士的最佳选择之一。
	出版状态	
	2015 年 3 月 已 出版。	
	REITs：人员、流 程和管理（房地 产投资信托基金）	作者：戴维·帕克 译者：罗宁 刘潇然 本书介绍房地产信托基金管理的相关实践，包括投资经理需要了解的风险管理等相关知识。本书总结了最近房地产信托基金管理相关的专业文献和目前行业的前沿理论和实践，结合不同房地产信托基金管理者的观点及作者本人 25 年在房地产信托基金方面积累的运作经验，本书为读者提供了坚实的理论和实践基础，为基金的投资决策和管理提供了引导。
	出版状态	
	2015 年 10 月 已出版。	
	现金流建模边 学边练	作者：基思·奥尔曼 译者：杨萍 谭璐 本书主要介绍了现金流模型的搭建方法和体系。不同于其他的金融建模书籍，本书专注于展现完整的系统性的模型搭建体系，整本书介绍了一个完整的现金流模型的各个组成部分及搭建步骤。本书将概念介绍和模型创建完美地结合在一起，使读者在理解相关概念的同时，能够将所学概念应用到模型的创建中来。通过分步骤、有层次地、完整系统性地介绍和示范整个现金流模型的创建过程，本书达到了手把手教授 Excel 建模的最终目标。
	出版状态	
	2015 年 12 月 已出版。	

(续)

	书 名	书 籍 亮 点
	华尔街证券分析	作者: Jeffrey Hooke 译者: 林东 刘潇然 本书是证券分析领域的经典之作, 被众多评论者称为“当代的格雷厄姆”。本书可作为公募基金、私募股权投资基金、对冲基金、投资机构、投资银行及公司并购等领域人士的完美工具。本书为读者提供了一些经典的证券分析和商业估值案例分析。本书一些章节已被收纳到 CFA 二级教材里, 作为证券估值相关内容的重要组成部分。本书作者 Jeffrey Hooke 是 CFA 持证者, 来中国做过很多次演讲, 与北京 CFA 协会长期保持着良好的互动关系。
	出版状态	
	预计 2016 年出版。	
	债券投资策略 (原书第 2 版)	作者: Anthony Crescenzi 译者: 林东 本书作者 Anthony Crescenzi 是 PIMCO 公司的投资经理兼高级副总裁, 本书向我们介绍了在投资组合中加入债券投资的方式和方法, 这些方法虽然简单, 却非常有效。本书还介绍了美联储下一步利率调控预测等相关内容, 提供了通过收益率曲线预测未来资本市场和经济走势的相关方法等。本书不只是单纯的理论介绍, 还包括了投资策略的应用和实践, 专注于实际应用是本书的亮点之一。
	出版状态	
	预计 2016 年出版。	
	债券组合投资	作者: Vineer Bhansali 译者: 刘乃邨 本书兼具深度和实效性, 无论是正在从事投资组合管理和分析的从业者, 还是热衷于研究投资组合管理与风险管理的研究人员, 都将大有所获。
	出版状态	
	预计 2016 年出版。	
	并购指南: 如何发现好公司	作者: Jeffrey Hooke 译者: 李必龙 刘潇然 本书是 Jeffrey Hooke 先生的专著, 该书围绕并购交易中的具体操作, 分为五大部分具体展开。首先简述全球并购行业的背景, 进而介绍如何寻找到合适的交易标的, 之后呈现了对交易标的做出财务分析和并购估值的具体操作方法和各种方法之间的利弊, 最后分析了交易过程中双方合并的节点、交易架构的设计和可能遇见的特殊情况。本书秉承 Hooke 先生专著的一贯特点, 以通俗活泼的语言介绍了大量务实、专业、系统的知识, 并列举了翔实贴切的经典与最新案例, 强调理论在实际操作中的应用。
	出版状态	
	预计 2016 年出版。	

(续)

	书 名	书籍亮点	
	证券化和结构性融资后信贷紧缩	作者：基思·奥尔曼 译者：夏杨 结构性债券常常被人视为复杂而不透明之物，为了实现市场的顺利健康发展，所有的证券化参与方需要树立更广阔的视角，深化对证券化项目完整生命周期中各个环节的理解。本书深入证券化业务生命周期各个环节的研究视角富有开创性、完整周密且注重实用。各类市场参与者致力于支持和促进证券化市场健康运行，本书为各类证券化市场参与者提供了富有价值的参考。	
	出版状态		
	预计 2016 年出版。		
	并购套利：如何从事件驱动套利中获利	作者：Thomas Kirchner 并购套利，也被称为风险套利，本书是这个领域最有效和最权威的书籍。共包含三个部分，第一部分讲述套利的基本过程，第二部分讲述套利方法可能存在的缺陷，第三部分讲述一些实际问题的解决方案。如果你想获得优势的并购套利和利润，这本书会帮你取得成功。	
	出版状态		
	预计 2016 年出版。		

北京金融分析师协会
(CFA Beijing Society)



推荐序

为什么债券市场如此重要

俗话说：债券投资是技术，股票投资是艺术。一提起固定收益类的相关书籍，大家常常想到冗长的公式推导和艰深晦涩的专业词汇，总是觉得那些内容需要有一定数学基础的人才能领会。事实并非如此，笔者曾从事债券研究 11 年，在工作经历中慢慢意识到债券投资并不是一件十分复杂的工作，但了解债券市场却是十分必要的，正如本书在序言中提到的，它对投资者的影响远比想象的深远。本书最大的特色在于它不局限于罗列那些与债券投资相关的技术知识（虽然这些内容是必不可少的），而更多地用生动的案例来分析债券市场如何影响经济和金融市场。

为什么债券市场如此重要？笔者有三点体会。第一，收益率曲线较其他指标能够更可靠地预测经济周期的重要拐点。本书将收益率曲线比作水晶球，陡峭化的收益率曲线意味着经济复苏，是投资风险资产的绝佳时机，而倒挂的收益率曲线往往伴随着经济放缓或衰退，此时应降低风险资产的配置。国外的相关研究显示，收益率曲线大概能领先 12 个月预测经济周期，而股票市场只能提前 6~9 个月做出预测。

中国的债券收益率曲线多数时候也确实相对于经济周期有领先的信号作用，如 2009 年和 2012 年上半年国开债 10-1 利差都达到

100 基点以上，下半年经济开始回升。曲线的陡峭化往往发生在货币政策宽松力度加大、货币市场利率加速下行阶段，而中国最近几次经济企稳回升都是在回购利率明显下降而非单纯降低贷款利率后出现的，这说明随着利率市场化的推进，中国经济对货币、债券市场利率的敏感性开始强于存贷款基准利率。只有市场利率的回落才能全面降低企业的融资成本，以更有效地刺激融资需求。

第二，利率的本质就是资金的价格，是所有资产定价的基础。如同蝴蝶效应中最开始的涟漪，债券市场的波动往往对其他资产价格都会造成深远的影响，把握利率的变化是做好大类资产配置的关键。大家最熟悉的资产配置框架是美林时钟理论，它把经济和通胀周期分为复苏、过热、滞胀和衰退 4 个阶段，认为每个阶段表现最好的资产分别是股票、商品、现金和债券。但实际情况并不总是与美林时钟理论描述的一致，尤其最近几年大类资产的轮动关系不像过去那么清晰。造成这种差异的主要原因在于时钟理论是建立在经济周期主导利率周期的逻辑之上的，即利率的变动会根据经济和通胀的变化进行适时调整，但在次贷危机后全球都进入了漫长的去杠杆化阶段，各国央行都采取了非常规的货币政策，使得利率的周期特征开始减弱。

比如美国次贷危机后 2010 ~ 2012 年处于经济复苏、通胀温和回升阶段，根据美林时钟理论，此时股票表现应该最优，但实际上标普指数在这 3 年的累计涨幅只有 25%，不如经济最差的 2009 年，而同期 30 年期国债总收益率达到 35%，股债双牛并且债券表现优于股票。而大宗商品价格在 2008 年年底就开始反弹，铜价和油价一度在 2011 年年初先后创下新高，然而在美国经济复苏趋势确立后，商品开始步入熊市，与经济由衰退迈向繁荣阶段的表现顺序正好相反。时钟理论失效的根源在于美联储为了帮助居民去杠杆化实施了相当长时间的量化宽松政策，导致实际利率长期维持在负值区域，而没有像传统的经济周期那样迅速回归至均衡水平。如同本书中提到的，“不要与美联储逆向而动”。

中国的利率周期与经济周期也出现过不同步的情形。如 2013 年中国经济处于弱复苏、低通胀阶段，但在 6 月却出现了货币市场利率大幅飙升的“钱荒”，股票和债券均出现了大幅下跌，现金成为最佳资产，这是用时钟理论不

能解释的。问题出在以房地产、地方政府融资平台为代表的企业仍在进行杠杆的扩张，影子银行大行其道，央行为了控制融资增速不得不提高市场利率。企业的杠杆周期滞后于经济周期，造成利率的走势与经济基本面产生了背离。

第三，世界上主要的危机都与债券有关，而不是股票，因为只有债务是要还钱的。许多对冲基金、投行的倒闭几乎都是栽在固定收益业务上，不要以为债券交易低风险，只要杠杆足够高，任何投资的风险都会变得无穷大。本书作者有一句话值得反复品味：“债券市场是导致信用过剩的重要工具，长期来看是金融市场崩溃的主要原因。债券市场使借钱变得更容易，而事实证明其中的大部分低收入人群最终无法在规定时间内还款，结果导致经济模型几乎在经济的所有部门都不适用。”

1997年的亚洲金融危机表面上是泰铢大幅贬值引起的，但是其发生的根源在于这些发展中国家为了维持高增长过度利用外债融资，而一旦国内经济表现不佳、资本外逃很容易造成国内的外汇储备不足以偿付外债。亚洲金融危机迅速波及其他新兴市场，1998年俄罗斯国债出现违约，新兴市场国债与美债、德债之间的利差迅速扩大，造成美国大型对冲基金长期资本管理公司（LTCM）的息差套利交易面临巨额亏损，这使得美联储不得不降低利率以应对危机，重塑金融市场的稳定性。但是降低利率是一把双刃剑，紧随其后的是美国股票市场的泡沫化，直到2000年美联储连续若干次加息后，纳斯达克的科技股泡沫终于被刺破，美国经济开始陷入衰退。随后美联储又开始大幅降低利率，2003年将联邦基金利率降至1%，创40年历史新低。低利率刺激了按揭贷款的大幅增长以及房地产行业的繁荣，毫无疑问这对于经济的短期复苏起到了关键作用，但也为后来更严重的次贷危机埋下了重大隐患。从这些金融事件的发展历史可以看出，降低利率的初衷是为了应对危机，是提振经济的必要手段，但长期的低利率本身也是下一个资产泡沫形成的温床，最终的结果是以另一个危机替代前一个危机。

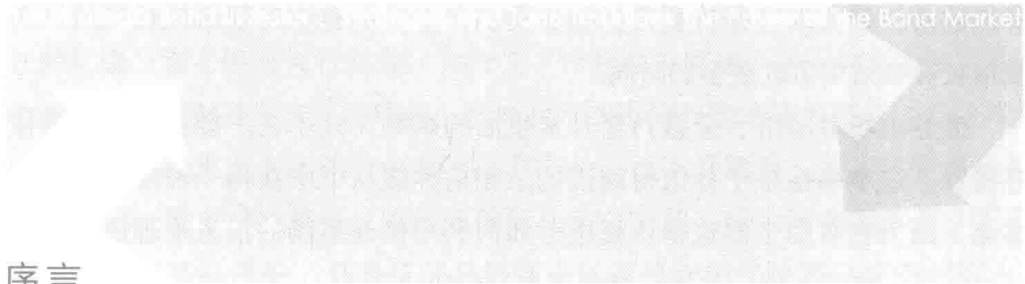
流动性收紧往往是危机发生的前兆，2000年的科技股泡沫危机、2008年的次贷危机都是在美国加息周期中出现的。中国经济当前最大的潜在风险——企业杠杆率过高，也跟债务相关，所以在“钱荒”时期大家对经济硬着陆的担忧最大。虽然宽松的货币政策并不一定能扭转中国经济增长中枢下

移的趋势，但流动性保持宽裕仍是必要的，至少能避免出现系统性风险，为稳增长和调结构争取更多的时间。

债券市场对经济、金融乃至日常生活的影响无处不在。即使你不从事债券投资，这本书也是十分值得阅读的，相信你能从书中获得一种醍醐灌顶的感觉。因为它有助于你重新认真思考如何利用债券市场的信息来理解和预测其他资产价格的变化，并把它贯穿到你的投资决策中。

徐小庆

敦和资产管理有限公司 宏观策略总监



序言

随着许多国家的国债规模日益扩大，债券市场与全球各大投资主体间的关系日益密切。政府为了满足自己更大的融资需求，更加频繁、更大规模地在债券市场中发行公债；企业和家庭通过买卖债券来减轻利率变动所带来的不可预知风险的影响；投资者利用债券市场和其他相关金融市场，来平衡不断变化的风险-收益格局。

在一系列债券行为中，很多人发现了投资业内一个存在多年的事实，那就是，债券市场的行为和冰激凌公司的做法十分类似。通常，一家公司不会只提供单一口味的冰激凌，同样地，债券市场也不只提供一种类型的产品。

同冰激凌公司一样，债券市场也包含了多种“口味”的产品，有时这些债券产品令人十分困惑。总的说来，五花八门的债券产品可满足各种发行主体、到期期限、债权结构和法律法规的要求。债券市场以一种有趣的、有时反复无常的方式，把不同的风险因素结合到了一起。它给企业和家庭带来了一系列的投资组合，囊括了从AAA级优质债券到CCC级高风险债券之间的所有债券，还有国内外的各种问题证券。同时，传统的10年期固定收益债券与无数混合型债券产品结合在一起，这些新结合的产品兼有固定收益与普通股权的性质。